

传媒

2017年02月17日

顺网科技 (300113):

——“新传媒，新平台”系列之一：稀缺线上线下场景区化娱乐平台

报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

收盘价(元)	27.15
一年内最高/最低(元)	102.33/23.63
市净率	8.0
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	11072
上证指数/深证成指	3229.62/10253.96

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

每股净资产(元)	3.41
资产负债率%	27.01
总股本/流通A股(百万)	686/408
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《VR 产业全球趋势与 8 种典型商业模式——2016 传媒互联网行业 VR 投资策略 (PPT)》 2016/03/22

证券分析师

周建华 A0230517010001
zhoujh@swsresearch.com

研究支持

汪澄 A0230116100005
wangcheng@swsresearch.com

联系人

汪澄
(8621)23297818×010-66500570
wangcheng@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- 申万宏源传媒团队详细拆解重点跟踪的 96 家传媒&教育&互联网公司 2016 业绩前瞻发现，剔除并表因素，内生增速 30% 以上的公司，有且只有一个特征：**公司商业模式上具备平台级公司特征**，具体表现在 3 点：1) 在市占率、毛利率、ROE、现金流、净利润复合增长率等指标上，大幅领先行业；2) 公司成熟变现业务、产业链拓展业务和未来三年战略新兴业务方面，呈现出 3 级火箭式战略层次；3) 公司领导团队在过去 10 年多次在产业迷雾、质疑与徘徊中，以卓越远见率先找到行业新方向、新技术、新模式，并不断落地新兴业务战略，兑现业绩。剔除并表因素，预计顺网科技 2016 内生净利润增速 61%，2016-2018 净利润三年复合增速 47%，网游小镇、VR 探索等新兴业务未来兑现，是低估值、高内生成长的“新传媒、新平台”的代表性公司。
- 顺网科技 2016Q1-Q3 ROE 20.1%，2017 年预计净利润增长 30.9%，对应 PE 仅 27X。2016 年净利润内生增速 61%，高于游戏行业 30% 水平。前三季度公司净资产收益率达 20.1%，显著高于行业平均值 14.2%。公司会计制度保守，2016 年三季度报货币资金 10.7 亿，且 2011 年二季度起已经连续 22 个季度单季经营性现金流为正，无利息支出，良好的财务状况有利于公司未来投资布局泛娱乐产业链，拓展平台优势。
- 网吧渠道优势稳，2016 广告收入预计超预期增长 25% 以上；公司移动战略兑现，浮云游戏移动端收入贡献超过 PC 端。公司旗下网吧网维及计费软件市占率七成，覆盖 7000 万网吧用户。在页游、端游市场增长率只有 5%-10% 的情况下，公司 2016 年游戏业务预计实现页游 70%、休闲游戏 100% 的增速，估计浮云移动端收入占比超过 60%。2017 储备与慈文传媒合作的大 IP 游戏《特工王妃》，有望成为大流水游戏。
- 线下布局网游小镇，打造与线上结合的永不落幕的 Chinajoy。线下收购汉威信恒布局游戏会展，旗下 Chinajoy 已发展为国际级游戏盛会，年收入超 1.5 亿元。公司在浙江余杭投资运营网游小镇项目，孵化游戏研发、培训、版权、衍生品、展会、嘉年华等上下游业务。线上电竞平台 2016 年注册用户量预计突破 3000 万，VR 方面与 HTC 等全球领先软硬件厂家合作推进线下渠道。网游小镇、电竞和 VR 业务，2016-2017 属于探索阶段，我们判断 3-5 年会给公司带来商业模式突破。
- 首次覆盖给予“买入”评级。公司是传媒行业中稀缺的占有渠道壁垒和产业链延伸能力的平台型公司，主营业务 17-18 年维持 30% 以上增速，产业链延伸逐步落地。预测公司 2016-2018 年归母净利润 5.21 亿、6.82 亿、9.10 亿元，不考虑增发 EPS 为 0.76/0.99/1.33 元，同比增长 82.4%/30.9%/33.4%，对应 PE 分别为 36/27/20X。PE、DCF 两种方法估值取平均值，给予公司 272 亿目标市值，公司目前总市值 186 亿，有 46% 增长空间。首次覆盖给予买入评级。

财务数据及盈利预测

	2015	16Q1-Q3	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1,022	1,200	1,891	2,532	3,426
同比增长率(%)	57.49	78.57	85.00	33.90	35.31
净利润(百万元)	286	396	521	682	910
同比增长率(%)	82.10	117.38	82.42	30.90	33.43
每股收益(元/股)	0.98	0.58	0.76	0.99	1.33
毛利率(%)	78.7	79.9	78.1	78.3	78.2
ROE(%)	19.6	16.9	26.4	25.7	25.5
市盈率	28		36	27	20

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

公司是传媒行业中稀缺的有渠道壁垒和产业链延伸能力的平台型公司，预测公司 2016-2018 年归母净利润 5.21 亿、6.82 亿、9.10 亿元，EPS 为 0.76/0.99/1.33 元，同比增长 82.4%/30.9%/33.4%，对应 PE 36/27/20X。PE、DCF 两种方法估值取算数平均给予公司 272 亿目标市值，当前总市值 186 亿，有 46%空间。首次覆盖给予买入评级。

关键假设点

1、公司游戏运营业务用户量持续拓展，2016-18 页游开服数增速 25.6%/30%/30%，收入增速 71.5%/69.7%/61.2%，91y 休闲游戏平台付费用户数以 111%、33%、40%的速度增长。2、广告营销业务营收预计以 25%速度增长，毛利率维持现有水平。

有别于大众的认识

我们在公司业绩稳定性、成长性、安全性、估值四个角度与市场有不同认识：

1、市场可能担忧浮云游戏增速放缓影响公司业绩。**我们认为公司网吧平台壁垒优势稳固，锁定核心玩家保障长期增长。**页游开服数排名连续提升，2017 与慈文传媒合作自营独代超级 IP《特工王妃》作品，驱动 2017 重度游戏收入实现 69.7%增速。休闲棋牌平台“移动端拓展+平台比赛+电竞直播”多管齐下提升用户粘性，保守预测下增速放缓至 30%-40%，不会拖累公司业绩增长。

2、市场担心网游小镇等新兴业务落地能力。我们回溯了公司过去 10 年的战略远见和执行能力，发现公司总是能先人一步看到网吧软件市场、网吧流量广告变现、网吧游戏变现模式，总是能够以 2000 万-2 个亿之间的低成本，收购与公司业务高度协同的新兴业务。**公司 10 年发展史证明，公司总能不断通过同业兼并和产业链延伸强化平台优势，放眼未来 3-5 年，我们预判公司网游小镇、VR 探索能在业内率先孵化成功。**

3、市场可能对于休闲游戏平台盈利模式有疑虑。我们认为 91y 对照平台一直以来严格查出赌博和私下交易行为，每周定期封禁违法用户，**平台运作良好，监管风险可控。**

4、**目前估值水平低估了公司的盈利能力和增长潜力。**公司是 A 股传媒行业少有的高毛利率/净利率（高于行业均值 10%以上）、高净资产收益率（2016 年前三季度 20.1%，高于行业均值 6 个百分点），现金流充裕、无长期债务且会计处理较保守的平台型公司，未来业绩成长基础扎实，具有长期投资价值。

股价表现的催化剂

1、公司游戏运营业绩超预期表现；2、网游小镇落地，电竞、VR 探索兑现；3、外延并购拓展泛娱乐产业链

核心假设风险

1、游戏用户增速不及预期；2、新兴业务孵化不及预期。

目录

1. 公司是 A 股稀缺的泛娱乐平台型公司	6
1.1 网吧软件龙头布局泛娱乐平台	6
1.2 公司发展三阶段持续发挥平台优势	7
2. 网吧业态升级锁定核心游戏用户	9
2.1 网吧用户量稳定在 1.15 亿-1.2 亿，行业迎来转型发展期	9
2.网维软件市占率绝对龙头，与网鱼合作拓展影响力	11
3. 游戏及广告业务带动 2017-18 年超 30%增长	12
3.1 页游平台享受流量红利逆势高速增长	12
3.2 休闲对战平台管控良好，业绩持续爆发	14
3.3 大数据平台推动广告业务增长，未来深度挖掘网吧计费市场	14
3.4 收购国瑞信安强化信息安全布局	16
4. 未来线上线下平台化发展延伸游戏娱乐产业链	16
4.1 依托网吧平台进军电竞蓝海	16
4.2 VR 体验是网吧游戏的新兴增长点	18
4.3 收购汉威信恒+签约网游小镇合作打造线下全产业链娱乐平台	20
4.4 公司战略远见和执行力是新兴业务落地的保障	21
5.盈利预测与估值	22
5.1 盈利预测	22
5.2 两种方法给予目标市值 272 亿元	23

图表目录

图 1: 公司股权结构	6
图 2: 顺网网维软件市场份额 57%	6
图 3: 顺网计费软件市场份额 69%	6
图 4: 网吧软件平台整合线上线下流量, 打通游戏泛娱乐产业链	7
图 5: 从公司毛利构成看公司发展阶段变迁	8
图 6: 2016 前三季度公司实现营业收入 12 亿元	8
图 7: 2016 前三季度公司实现归母净利润 3.96 亿元	8
图 8: 中国网民数量趋于稳定	10
图 9: 网吧上网人数保持稳定	10
图 10: 互联网上网营业场所数目	10
图 11: 网吧营业收入稳步回升	10
图 12: “网咖”成为网吧行业的发展趋势	11
图 13: 网吧用户消费趋于多元化	11
图 14: 网吧用户青睐竞技性强的 MOBA 类游戏	11
图 15: 网吧用户绝大多数为核心游戏用户	11
图 16: 顺网网维软件市场份额 57%	12
图 17: 顺网计费软件市场份额 69%	12
图 18: 国内页游市场增速持续趋缓	13
图 19: 顺网页游平台持续高增速	13
图 20: 顺网游戏 2016 年开服数增速页游行业领先	13
图 21: 2016 年网络广告业务约 30%超预期增长	15
图 22: 顺网精准营销平台项目计划	15
图 23: 全球电竞观众人群	17
图 24: 超四分之一全球潜在电竞观众在中国	17
图 25: 全球市场 VR 设备出货量预测 (不包括 Cardboard 类手机 VR 设备)	18
图 26: 全球市场 VR 头盔设备营收和均价	18

表 1: 公司盈利能力和成长性均领先同业公司	9
表 2: 国际电竞比赛奖金额度排名	17
表 3: 汉威信恒旗下展会 (除 ChinaJoy 外)	20
表 4: 国际知名游戏展会	20
表 5: 公司历史上重要收购汇总	22
表 6: 主营业务收入预测	22
表 7: FCFF 估值关键假设	23
表 8: FCFF 估值结果	23
表 9: 休闲游戏及平台型公司估值表	24

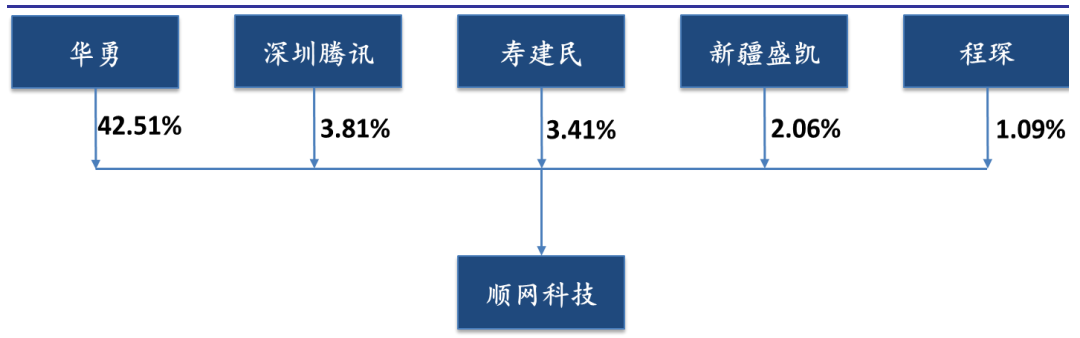
1. 公司是 A 股稀缺的泛娱乐平台型公司

1.1 网吧软件龙头布局泛娱乐平台

顺网科技于 2010 年 8 月 27 日在创业板上市，前身杭州顺网信息技术有限公司成立于 2005 年 7 月。公司主要业务是网吧娱乐平台的技术研发、游戏运营及相关增值服务。主要产品包含“网维大师”网吧管理软件、顺网游戏平台、91y 休闲游戏平台、“网吧星传媒”等网吧广告营销媒介、“火马电竞”对战平台等。公司利用线下渠道优势和线上流量优势切入网络游戏、电子竞技、虚拟现实领域，布局互联网泛娱乐平台。

华勇是自公司创建以来一直是公司实际控制人和第一大股东，目前持有 42.51% 的股权。截至 2016 年三季报，公司前十大股东合计持股 58.84 %。

图 1：公司股权结构



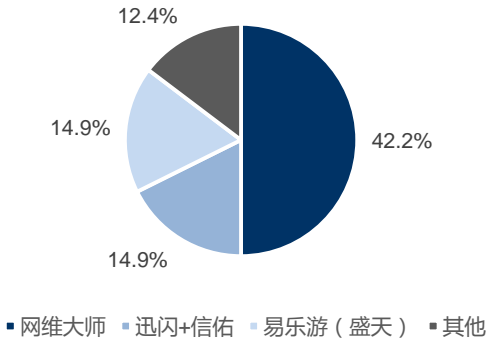
资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司是网吧网维软件及计费软件第一龙头，覆盖 7000 万网吧活跃用户。网维软件为网吧管理者提供流量管理、内容更新、安全控制等服务，是网吧中游戏、影视、资讯的分发平台。计费软件为网吧用户提供开户、储值、转账、结账等服务，信息与公安部联网。顺网自主研发的“网维大师”网维软件市场占有率长期保持领先，根据天下网盟数据，2015 年网维大师市场占有率达 42.2%，加上公司 2013 年收购上海新浩艺取得的信佑、迅闪两款产品，合计市场占有率 57.1%，覆盖超过 700 万台终端。计费软件方面，子公司吉胜科技的万象网管和上海新浩艺的 pubwin 两款计费软件合计市场占有率 69.1%。截至 2016 年 6 月，顺网产品累计覆盖 2.16 亿网吧用户，其中活跃用户 7059 万，是全国网吧管理和计费软件的第一巨头。

图 2：顺网网维软件市场份额 57%

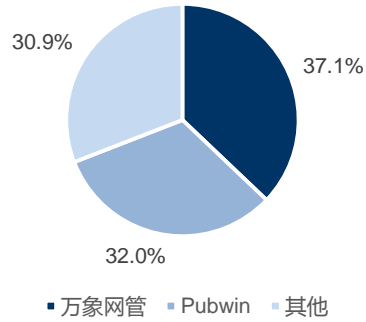
图 3：顺网计费软件市场份额 69%

2015年网维软件市场份额



资料来源：天下网盟，申万宏源研究

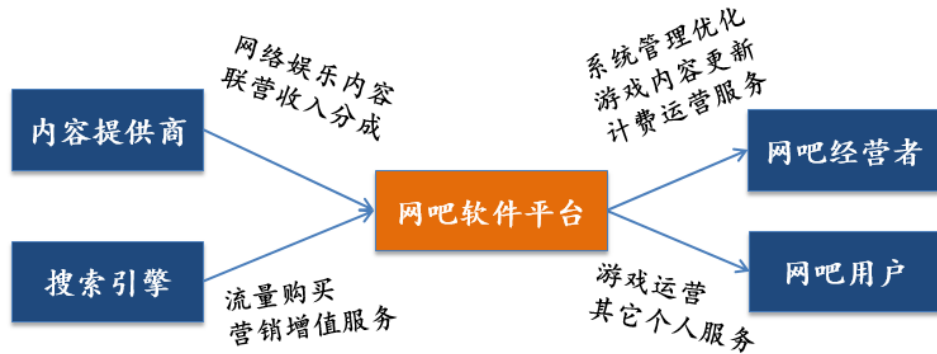
2015年网吧计费软件市场份额



资料来源：天下网盟，申万宏源研究

网吧软件作为网吧一站式内容聚合平台，进行网吧内游戏、音视频等泛娱乐资源的分发和更新。网维软件整合超过 3500 款游戏、4000G 容量资源，是用户在网吧终端游戏、浏览、付费的入口，也是游戏厂商和搜索引擎的广告营销平台，成为连接内容供应商和网吧用户的门户。

图 4：网吧软件平台整合线上线下流量，打通游戏泛娱乐产业链

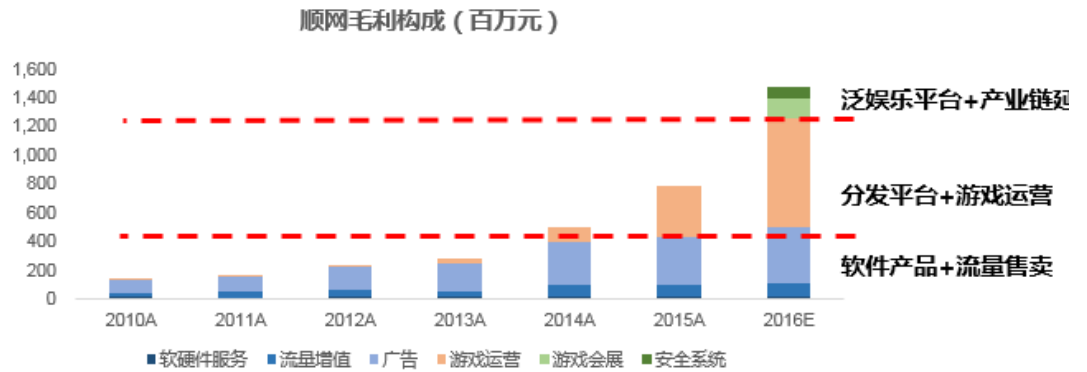


资料来源：申万宏源研究

1.2 公司发展三阶段持续发挥平台优势

商业模式三阶段升级，依托平台拓展产业链实现跨越式发展。公司发展可分为三个阶段，2012 年之前公司收入以广告、增值服务（搜索引擎导流）和软件产品销售为主，商业模式为软件服务+流量售卖，毛利峰值约 4 亿元。2014 年后公司整合游戏运营平台，低价收购休闲游戏平台 91y，商业模式升级为网吧分发平台+游戏运营，收入与利润跨越式成长，毛利峰值达 12 亿。2016 年起公司强化电竞、VR 新兴、游戏会展布局，并在余杭建设网游小镇项目，未来商业模式为泛娱乐平台+全产业化运营，未来增量空间为线上线下全渠道用户资源整合和产业链上下游延伸，突破发展瓶颈。

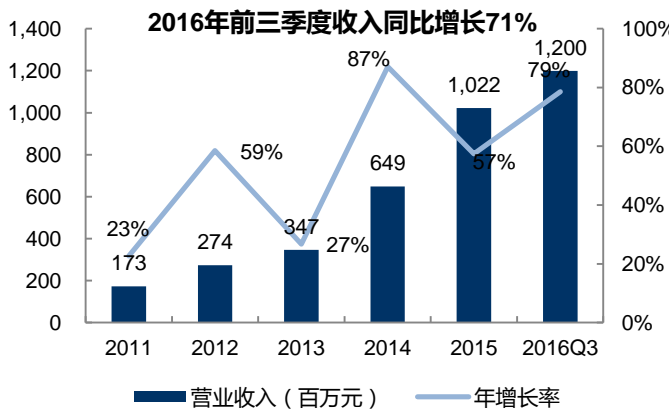
图 5：从公司毛利构成看公司发展阶段变迁



资料来源：申万宏源研究

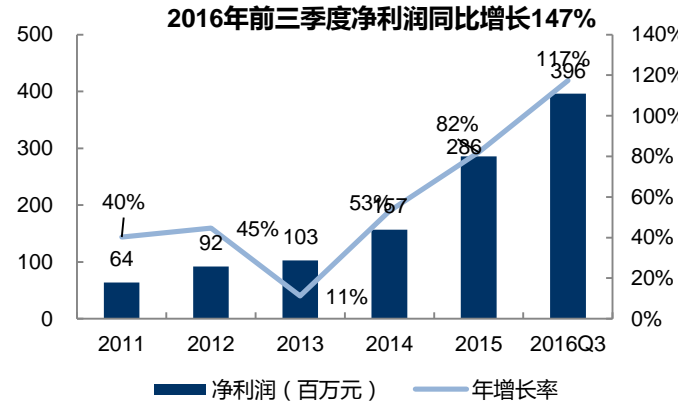
2016 年内生增速全行业领先。顺网科技 2016 年前三季度实现营业收入 12 亿元，同比增长 78.6%；归母净利润 3.96 亿元，同比增长 117.4%。毛利率由 29.50% 上升至 42.34%，销售净利率由 29.38% 上升至 39.0%。预计 2016 全年实现营业收入 18.9 亿元，净利润 5.21 亿元。排除国瑞信安及汉威信恒并表因素后净利润为 4.6 亿元，内生增速 61.0%，显著高于页游行业公司 5-10%，手游行业公司 30% 平均内生增速。

图 6：2016 前三季度公司实现营业收入 12 亿元



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 7：2016 前三季度公司实现归母净利润 3.96 亿元



资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司盈利能力突出，凸显网吧龙头平台优势。2016 年前三季度公司净资产收益率达 20.1%，高于行业平均 14.2%（排除 2016 年重组公司），排除吉比特和电魂网络两支新股后仅落后于恺英网络，而内生增速和行业相比也有明显优势。公司权益乘数 1.37 低于行业均值 1.39，高净资产收益率主要来自于较高的销售净利率和资产周转率，真实盈利能力和成长性均属于行业领先水平。移动互联网时代游戏产品多元化，垂直长尾需求增加，获取成本持续上升，造成渠道分成和营销费用上升，影响销售净利率。公司作为 A 股中稀缺的具有流量壁垒的平台型公司，有望持续保持高于同业的盈利能力。

表 1：公司盈利能力和成长性均领先同业公司

(说明：排除并表因素，顺网科技 2016 净利润增速约 61%，三七互娱约 20%，天神娱乐增速 20%以下)

代码	简称	2015-16 净利润增速	2016Q1-Q3 净资产收益率 (%)	2016Q1-Q3 销售净利率 (%)	权益乘数
300113.SZ	顺网科技	82.3%	20.06	39.0	1.37
002555.SZ	三七互娱	102.0%	18.22	22.8	1.32
002602.SZ	世纪华通	27.0%	9.43	15.6	1.26
300315.SZ	掌趣科技	5.0%	7.39	44.0	1.21
002174.SZ	游族网络	15.0%	14.61	20.8	1.78
300418.SZ	昆仑万维	42.0%	15.77	27.2	1.93
002517.SZ	恺英网络	1.0%	21.17	21.6	1.20
603444.SH	吉比特	210.0%	66.35	59.1	1.35
002354.SZ	天神娱乐	65.0%	6.58	25.7	1.18
002619.SZ	巨龙管业	45.0%	3.70	37.2	1.14
603258.SH	电魂网络	13.0%	36.24	52.0	1.40
300518.SZ	盛讯达	10.0%	8.92	42.1	1.07
600634.SH	中技控股	0.0%	0.37	2.1	2.77
300533.SZ	冰川网络	-10.0%	11.82	41.0	1.18
600652.SH	游久游戏	50.0%	1.00	12.4	1.22
300467.SZ	迅游科技	-35.0%	5.82	23.3	1.47
300494.SZ	盛天网络	37.0%	7.79	29.3	1.04
300052.SZ	中青宝	0.0%	(-0.63)	4.1	1.12
	平均值	36.6%	14.15	28.9	1.39

资料来源：Wind, 申万宏源研究

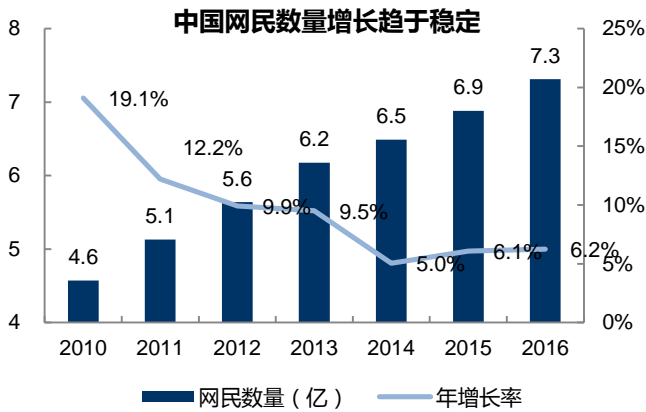
财务状况良好，利于公司产业链延伸布局。公司会计政策非常保守，一年以内应收账款坏账准备计提率 5%，研发支出全部费用化。根据 2016 年三季报，公司资产负债率为 27%，无长期借款和应付债券，因此无利息支出。公司货币资金 10.7 亿，且 2011 年二季度起已经连续 22 个季度单季经营性现金流为正，资金储备充裕。公司当前商誉总额 11.34 亿元，占总资产 34%（2015 年年末商誉占总资产仅 13.9%），和行业水平相当。良好的财务状况有利于公司未来投资布局泛娱乐产业链。

2. 网吧业态升级锁定核心游戏用户

2.1 网吧用户量稳定在 1.15 亿-1.2 亿，行业迎来转型发展期

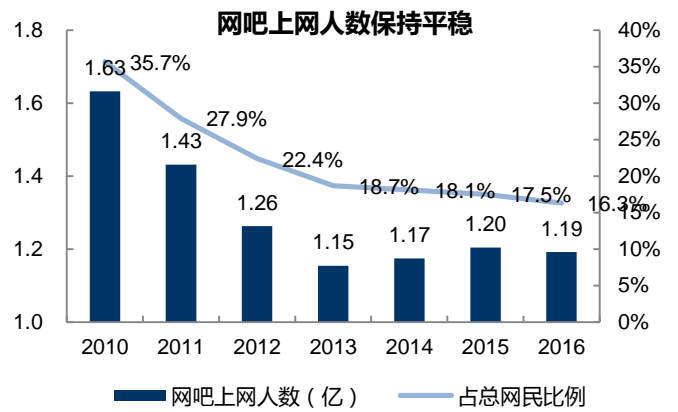
国内互联网用户上网方式日趋多元，网吧用户量保持在 1.15-1.2 亿。根据中国互联网信息中心发布 2017 年 1 月发布的报告，截至 2016 年末国内互联网网民规模达 7.3 亿，同比增长 6.2%，网民增速趋于稳定。随着家用电子产品的普及和网络接入条件的改善，使用网吧作为上网场所的用户比例逐年下降。但中小城市、乡镇及在外地务工和上学的网民中仍有大量用户选择网吧作为上网场所，总体来看网吧用户量基本稳定在 1.15 亿-1.2 亿。

图 8：中国网民数量趋于稳定



资料来源：CNNIC，申万宏源研究

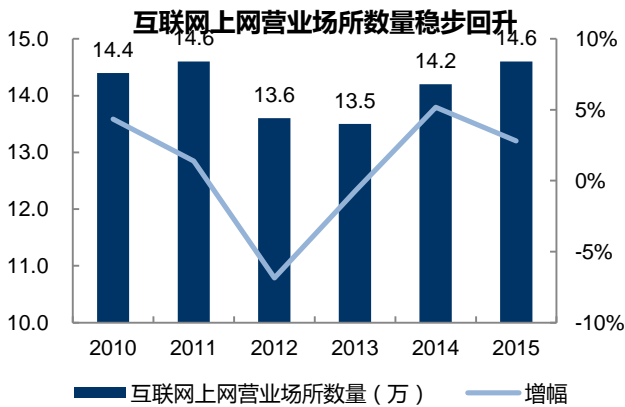
图 9：网吧上网人数保持稳定



资料来源：CNNIC，申万宏源研究

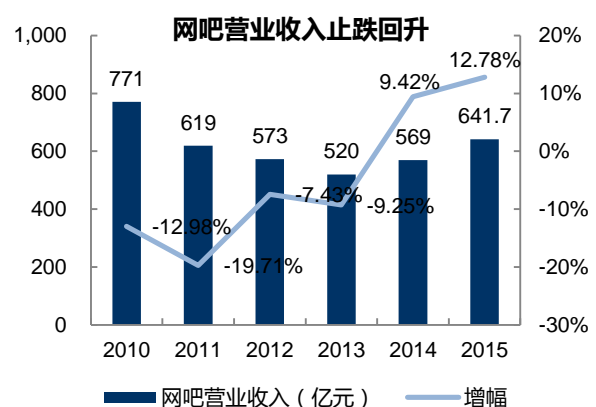
网吧行业投资增加，营业收入、终端数双双上涨。2014 年文化部发布《关于推动互联网上网服务行业转型升级的意见》等文件，针对网吧环境差、管理混乱、公众形象差的问题，引导网吧专业转型升级，向多元化、连锁化、规范化发展。同时各地逐步完善网吧准入政策，放宽对于网络营业场所数量的总量控制，网吧经营环境得到明显好转。网鱼网咖、杰拉网咖、爱心网盟等连锁网吧联盟的涌现，并吸引了联众游戏、浙报集团等投资者入股，全国范围内网吧数目从 2013 年底的 13.5 万上升至 2015 年 14.6 万，上网终端数达 1410 万台，2015 年营收达 641.7 亿元，同比上升 12.78%，呈稳步回升态势。

图 10：互联网上网营业场所数目



资料来源：中国互联网上网服务场所行业协会，申万宏源研究

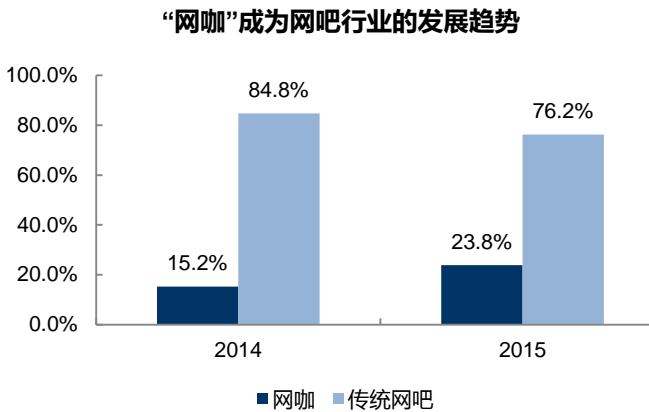
图 11：网吧营业收入稳步回升



资料来源：中国互联网上网服务场所行业协会，申万宏源研究

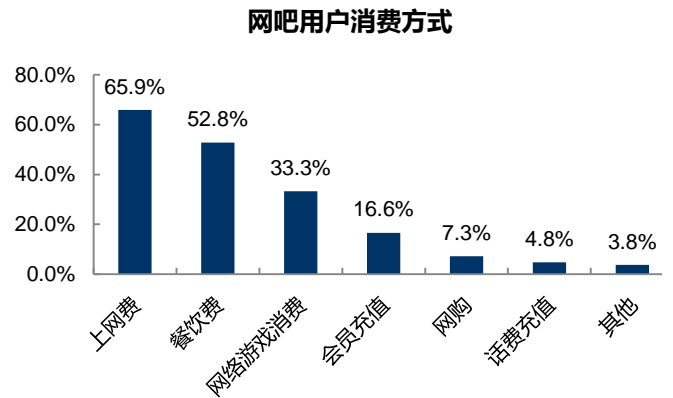
网吧市场向连锁化、多元化经营的“网咖”业态发展，社交功能是网吧吸引客户的重要因素。网吧行业正从单一的上网场所向“网咖”类综合服务场所转变。在转型趋势下，网吧经营者一方面通过软硬件升级创造良好的用户体验，另一方面在传统的上机计时收费之外探索餐饮服务、游戏点卡与周边产品售卖、会员活动等新型商业模式。根据天下网盟的调查，超过七成的网吧经营者认同与电竞合作是网吧未来的转型方向。

图 12：“网咖”成为网吧行业的发展趋势



资料来源：天下网盟，申万宏源研究

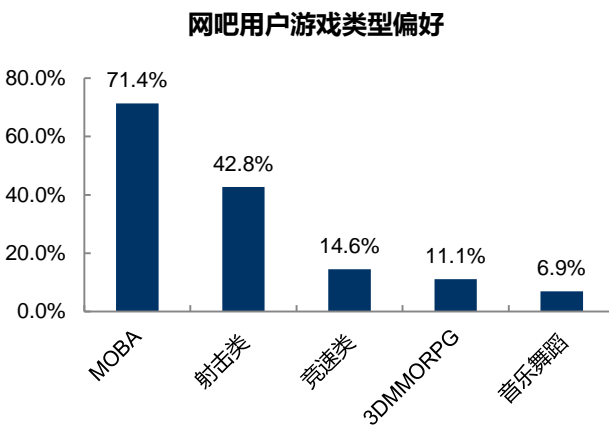
图 13：网吧用户消费趋于多元化



资料来源：顺网科技 2016 网吧用户调查，申万宏源研究

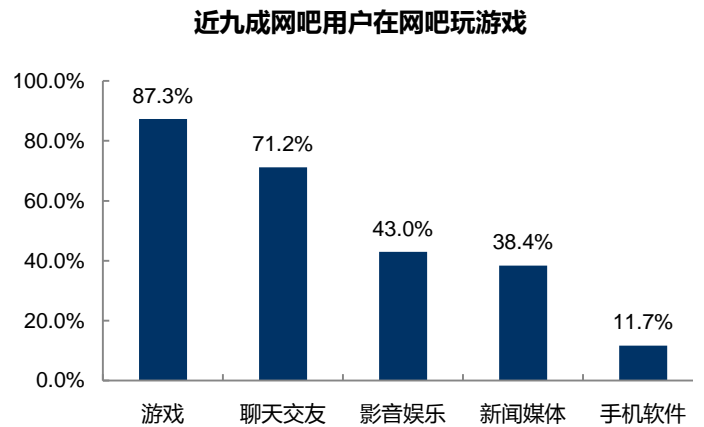
网吧用户为游戏、电竞硬核用户，流量变现空间大。根据顺网 2016 年网吧用户调研，目前近九成网吧用户是游戏用户，65.5%网吧用户每日电竞游戏市场在 2 小时以上。未来网吧用户变现空间大。游戏仍是网吧娱乐内容的首选，多数网吧用户会同时玩 2-3 款游戏，以英雄联盟为代表的多人竞技（MOBA）类游戏因为其竞技性强、多人合作的特征成为网吧最受欢迎的游戏种类，占网吧游戏启动量份额 64%，未来有望针对电竞用户开展对战比赛、俱乐部、衍生品销售等增量业务。

图 14：网吧用户青睐竞技性强的 MOBA 类游戏



资料来源：顺网科技网吧用户调研，申万宏源研究

图 15：网吧用户绝大多数为核心游戏用户



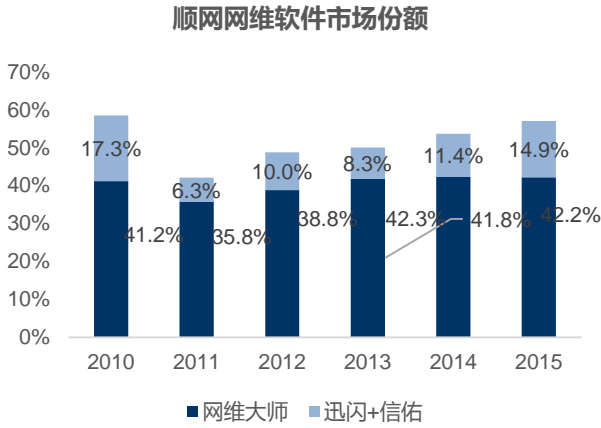
资料来源：顺网科技网吧用户调研，申万宏源研究

2.网维软件市占率绝对龙头，与网鱼合作拓展影响力

顺网网维软件更新叠代迅速，市场份额稳固。公司“网维大师”产品市场占有率常年保持在 35%以上，为网维软件行业龙头。信佑、迅闪是公司在 2013 年收购新浩艺后所取得的产品，其中迅闪主要针对规模较小的有盘网吧，信佑主要面向中大型规模的有盘及无盘

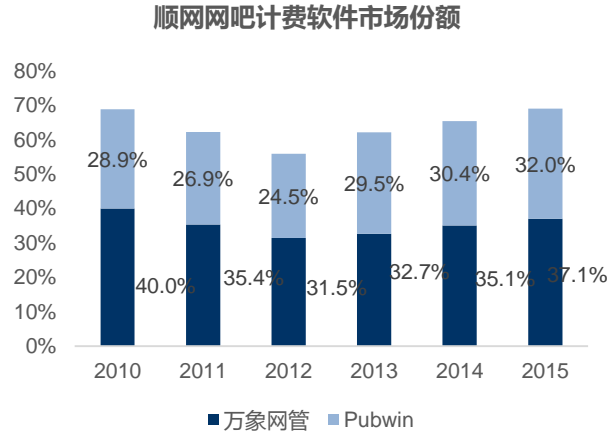
网吧，根据天下网盟提供的数据，2015 年网维大师市场占有率达 42.2%，顺网旗下网维产品的市场占有率总和达 57.1%，计费产品市场份额 69%，是国内网吧软件市场的龙头。

图 16: 顺网网维软件市场份额 57%



资料来源：天下网盟，申万宏源研究

图 17: 顺网计费软件市场份额 69%



资料来源：天下网盟，申万宏源研究

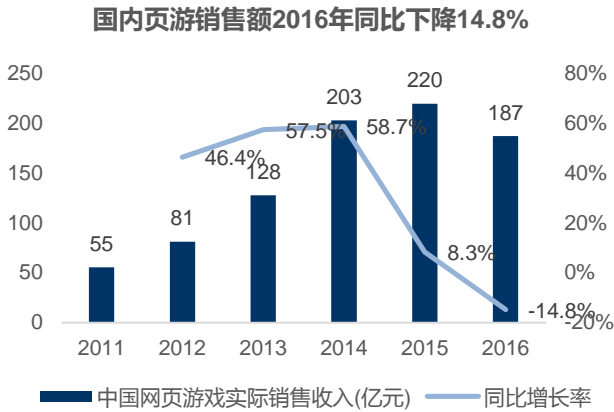
与网鱼网咖合作，拓展网吧渠道影响力。公司 2016 年 7 月宣布以 4000 万元购买网鱼网咖 4% 股份。网鱼是国内网吧行业领导者，旗下包括网鱼网咖、风蝶网咖、虎猫电竞、网鱼电竞四大连锁品牌，门店数达 500 多家，会员数超 600 万，年服务人次超 2500 万。网鱼自 2012 年起与腾讯、暴雪、网易等知名游戏厂商合作举办全国性电竞赛事；2015 年，网鱼与腾讯互娱、空中网、英雄互娱、iG 电子竞技俱乐部签订战略合作协议。通过和网鱼的合作，公司一方面强化既有分发平台在网吧渠道的渗透率优势，另一方提升自身电竞产品用户体验，拓展电竞产业影响力。

3. 游戏及广告业务带动 2017-18 年超 30% 增长

3.1 页游平台享受流量红利逆势高速增长

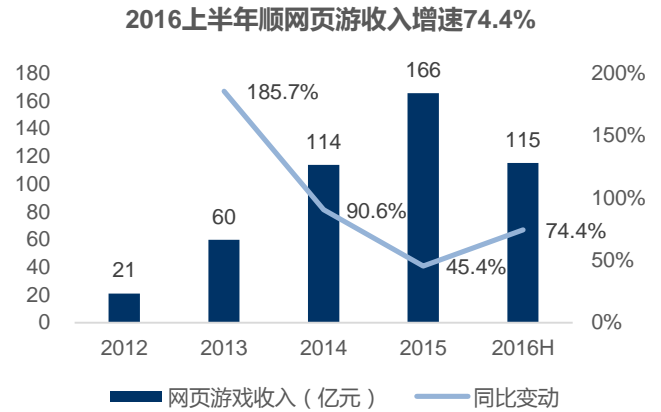
平台优势助公司页游逆势增长。公司于 2013 年起依托网吧自有流量大力推动“顺网游戏”页游联运平台的建设，平台收入、开服数成长迅速，2012-2015 三年页游收入 CAGR 达到 99%，2016 年上半年同比增长 74.4%，预计全年增速 70% 以上。相比之下页游行业上半年收入同比下降 14.8%，成长期已经结束，原页游厂商纷纷转入手游市场。长期以来页游市场商业模式是流量导入，先大量开服配合广告营销吸引免费用户，再逐渐关服识别高付费用户。此模式下 CP 厂商发展空间受限，分发平台和广告渠道商获利丰厚。随着页游市场利润摊薄，集中度提升，中小厂商及平台退出，顺网有稳定的流量渠道和丰富研运经验的页游厂商有更强的抵御风险能力。

图 18: 国内页游市场增速持续趋缓



资料来源: GPC IDC and CNG, 申万宏源研究

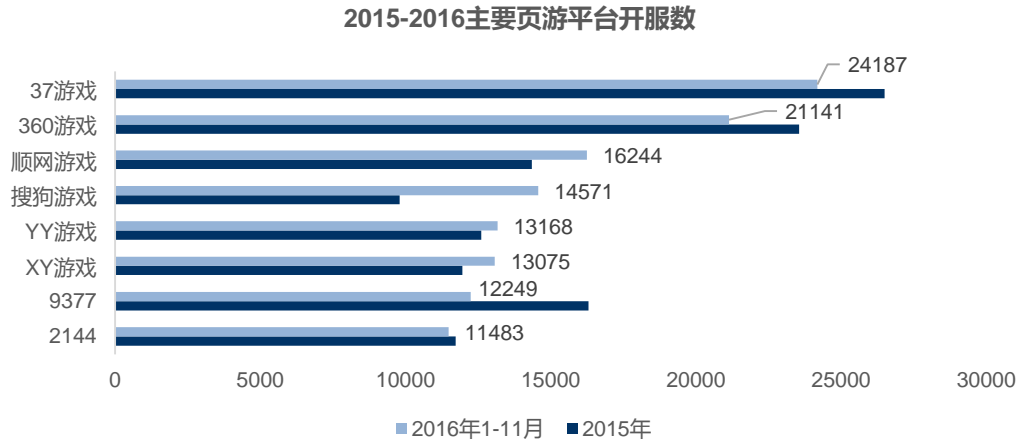
图 19: 顺网页游平台持续高增速



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

顺网游戏历时四年时间开服数排名升至业内第三。截至 2016 年 11 月, 顺网游戏页游平台开服游戏共 136 款, 其中以角色扮演类游戏 (117 款) 为主, 2016 年 1-11 月开服数 16244 组, 较 2015 年排名上升一位, 印证自有流量转化优势。未来页游平台将持续执行精品化策略, 打造自营独代精品产品, 提高盈利能力。

图 20: 顺网游戏 2016 年开服数增速页游行业领先



资料来源: 9k9k.com (数据不包括腾讯游戏), 申万宏源研究

热门 IP 独代自营游戏驱动未来业绩增长。目前公司页游仍以联运模式为主, 在联运模式下, 公司仅获得自有渠道运营收入的 70%。未来公司计划在版权储备基础上加强独代自营游戏投入, 自有运营平台流水分成 80% 为公司所有, 外放联运平台获取流水分成 15% 左右。公司独代的《修天诀》已于 2016 年 12 月上线, 根据 9k9k 数据, 单月开服数 126 服, 预计月流水超千万元。2016 上半年顺网科技出资 1.08 亿元向慈文传媒增资扩股, 并与慈文传媒达成战略合作协议, 利用慈文传媒的影视 IP 资源和制作能力, 和顺网科技在游戏运营、娱乐平台运营、用户服务的经验, 打造包含品牌 (IP)、内容 (影视、游戏)、渠道

(平台)的互联网娱乐闭环生态。未来顺网科技将参与慈文传媒旗下优质影视娱乐 IP 资源的开发(每年不少于 3 个 IP)，并配合发行慈文传媒影视内容。2017 年公司将代理慈文传媒《特工王妃》等网页版游戏，持续提升页游平台盈利能力。

3.2 休闲对战平台管控良好，业绩持续爆发

91y 是以街机捕鱼和棋牌类游戏为主的休闲娱乐平台。顺网科技在 2014 年收购浮云网络 80% 的股份，运营 91y 休闲游戏平台。91y 包括 PC 客户端和移动 App 产品，集成了 30 多款自研休闲游戏运营代表产品包括欢乐捕鱼、斗地主系列、拼十系列、牛牛系列、德州扑克等，主要盈利模式是游戏内道具购买收费。休闲类对战平台相比重度游戏体量较小，上手简便。和传统端游依赖于升级和装备累积的模式不同，休闲游戏单局流程短，游戏过程轻松，但竞技性与互动性不弱于大型网络游戏，具有很高的用户黏性。

91y 收购后业绩大幅增长，印证公司平台优势。91y 平台在 2014 年上半年收购前注册用户数 570 余万，月活跃用户 170 余万，月充值人数最高达 9.8 万，月付费 ARPU 为 130 元。2014 年 9 月 12 日收购后至年末实现营业收入 4907 万元，净利润 1768 万元。2015 年全年实现营业收入 3.42 亿元，净利润 1.34 亿元，远超过 2014 和 2015 年 1600 万元和 2400 万元净利润的业绩承诺。2016 年上半年 91y 平台用户量持续增长，实现营业收入 2.41 亿元，同比增长 111.8%，实现净利润 1.41 亿元，同比增长 330%，预计 2016 全年营业收入增速 100%。

平台强化对赌博等违法行为管控，运转良好。近年来发生多起棋牌涉赌争议，部分投资者可能担心休闲游戏平台的监管风险。棋牌平台监管的核心在于游戏币的有偿交易，91y 游戏中心一直以来强化对于赌博和私下交易的监管，每周定期封禁违法用户，严禁任何有偿转让金币的行为，确保平台的健康运转。

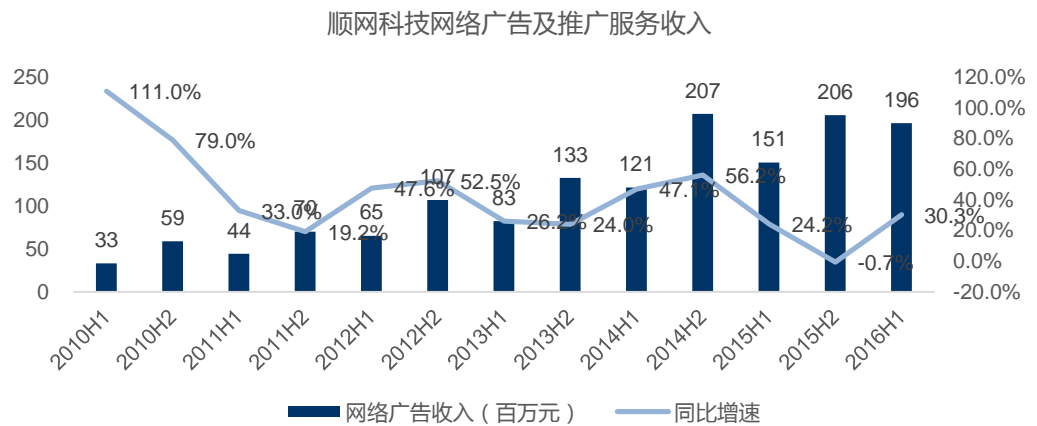
移动端拓展+平台比赛+电竞直播多管齐下提升用户粘性，预计 91y 平台 17-18 年保持 30%-40% 增速。91y 平台用户留存和增长对于公司业绩有较大影响，我们认为经过两年超 100% 增速的快速发展，91y 平台在 17-18 年维持 30%-40% 或更高的收入增速，主要驱动因素为：(1) PC 端依托网吧渠道优势保持稳定；(2) 移动端跨平台移植持续推进，目前已推出游戏中心、快乐捕鱼、快乐牛牛多款 App 产品，预计单款 App 月营收千万级；(3) 平台每周举办捕鱼、斗地主等比赛，热门每场比赛报名人数在千人左右，结合网吧线下渠道竞赛，保证平台的用户热度；(4) 平台开启电竞直播栏目，强化引流。

3.3 大数据平台推动广告业务增长，未来深度挖掘网吧计费市场

2016 上半年广告收入超预期增长，体现网吧入口垄断优势。公司目前有星传媒、第一网吧传媒(Pubwin Meida)、网吧大联盟等广告平台，传统上公司广告业务主要依靠网吧平台进行游戏产品推广。2015 年端游市场发展趋缓，网吧平台广告业务承压，但公司广告

业务仍取得超行业增速发展。2015 年全年完成广告收入 3.57 亿元，同比增长 8.5%，同业盛天网络收入则同比下降 9.5%；2016 年上半年收入 1.96 亿元，同比增长 30.3%，毛利率 94.73%，同比提升 4.34%，同期盛天网络广告收入增幅仅 5.2%，体现公司在网吧平台的高占有率带来的入口垄断优势。

图 21：2016 年网络广告业务约 30%超预期增长

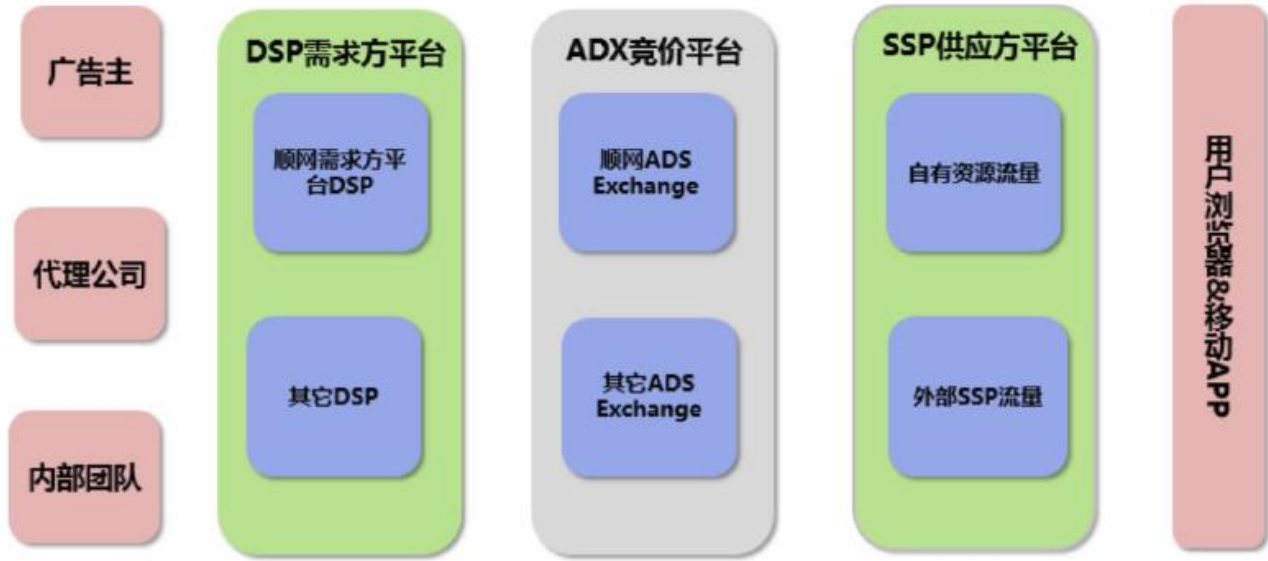


资料来源：9k9k.com（数据不包括腾讯游戏），申万宏源研究

未来深度挖掘网吧计费市场。当前公司广告营销服务主要基于网维软件进行，未涉及计费软件。顺网在网吧付费软件市场占有率超 60%，网吧场所每年上网费一年近千亿，计费软件是重要的网吧支付平台，未来可以跟餐饮、电商、票务等结合，深度挖掘跟付费场景相关服务，提升网吧营销市场空间。

依托海量网吧游戏用户数据进行定制化服务，发展精准营销平台。顺网广告营销深挖已有客户群体，利用自身网吧平台的海量用户数据进行分析，使厂家的广告能够精准定位，为厂家选择最佳的推广方式并制定整合营销方案。顺网在网吧游戏推广领域深耕多年，对于游戏产品特性和广告客户需求有着深入的理解，从 2015 年起，顺网大数据平台积累大量用户画像数据，未来将持续布局精准营销平台。

图 22：顺网精准营销平台项目计划



资料来源：公司公告，申万宏源研究

3.4 收购国瑞信安强化信息安全布局

收购国瑞信安布局信息安全，丰富互联网产品线。公司 2013 年起开始加强信息安全业务投入，2016 年完成收购国信瑞安，持续强化信息安全领域布局。国瑞信安长期专注于信息安全产品、电子网络工程、计算机信息安全系统集成等领域，在信息保密、漏洞扫描、网络安全、大数据分析处理等方面有深厚的技术积累，主要客户为公安、军队、军工等高规格客户。目前国瑞信安主要客户位于江苏省，未来有望向顺网销售渠道通畅的西南省份进行技术输出。2015 年顺网安全集成类业务收入约 1,500 万元，仅占营业收入约 1%，预计 2016 年国瑞信安并表后信息安全收入可达 1.5 亿元以上，占营业收入 8% 以上。

信息安全为公司泛娱乐布局提供保障。信息安全是公司原有网吧软件的重要组成部分，对于国瑞信安的收购有助于公司保障网吧和游戏平台客户各类网络虚拟资产的安全，维护客户网络隐私不被非法窃取与滥用，为未来公司持续建设集游戏运营、广告营销、电竞、VR 于一体的互联网泛娱乐平台提供基础设施保障。

4. 未来线上线下平台化发展延伸游戏娱乐产业链

4.1 依托网吧平台进军电竞蓝海

全球电子竞技产业逐步成熟，中国已成职业电竞强国。早期电子竞技活动是业余铁杆玩家的小范围娱乐活动，2000 年之后 World Cyber Games、Major League Gaming、World E-Sports Games 等国际性电子竞技比赛相继问世，电竞比赛的奖金和参与人数大幅上升。目

前电子竞技赛事已经成为全球游戏厂商推广宣传产品的重要渠道，DOTA、英雄联盟、反恐精英、星际争霸、使命召唤等游戏每年举办奖金超过百万美金的单一游戏电竞赛事，推动游戏销售，提升品牌知名度。根据 Esports Earnings 的统计，目前历史上总奖金最高的电竞赛事前七名均被 DOTA 2 包揽，其中两项赛事在中国上海举办。在职业生涯总奖金排行前 30 位的电竞选手中有 16 人来自中国，总奖金从 66 万至 171 万美金不等。

表 2：国际电竞比赛奖金额度排名

时间	游戏	比赛	举办地	总奖金 (万美元)	中国团队名次
2016.8	DOTA 2	The International 2016	美国西雅图	2077.1	冠军
2015.8	DOTA 2	The International 2015	美国洛杉矶	1842.9	2-4 名
2014.7	DOTA 2	The International 2014	美国西雅图	1093.1	包揽前两名
2015.1	DOTA 2	DOTA Asia Championships 2015	中国上海	305.8	第 2、4 名
2015.11	DOTA 2	The Frankfurt Major 2015	德国法兰克福	300	4-6 名
2016.3	DOTA 2	The Shanghai Major 2016	中国上海	300	并列第 9 名
2016.6	DOTA 2	The Manilla Major 2016	菲律宾马尼拉	300	3-4 名
2013.8	DOTA 2	The International 2014	美国西雅图	287.4	4-6 名
2015.1	Smite	Smite World Championships 2015	美国亚特兰大	261.2	并列第 5 名
2016.3	Halo 5	Halo World Championships 2016	美国洛杉矶	250	未参赛
2014.9- 2014.10	League of Legends	LOL 2014 World Championships	台北、新加坡、釜山、首尔	213	2-3 名

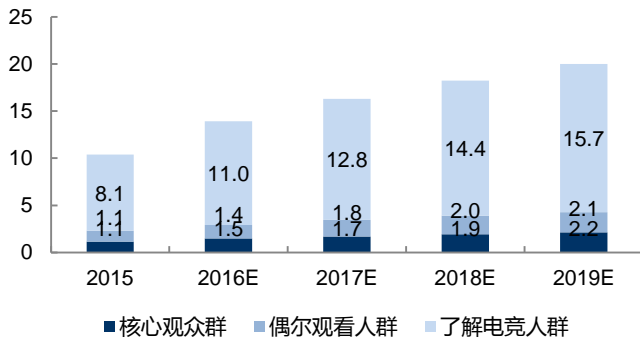
资料来源：Esports Earnings

电子竞技直播观众超过 2 亿人，中国市场潜力最大。电竞直播日益成为电竞产业链的重要组成部分。早在 2006 年韩国就已经诞生了专业播放电竞内容的 OGN 和 MBC 电视台，美国 ESPN、韩国 TBS 等主流电视网也进行过电竞赛事直播。2010 年后网络直播已经成为电竞直播的主要形式，DOTA 2、英雄联盟等游戏的大型比赛线上观看人数超过 2000 万人次。2015 年全球电竞核心观众群达 1.2 亿人，预计 2019 年核心观众达 2.2 亿人。在对于电竞有所了解的 11 亿潜在观众群中，28% 来自中国，未来电竞直播行业有巨大增长空间。

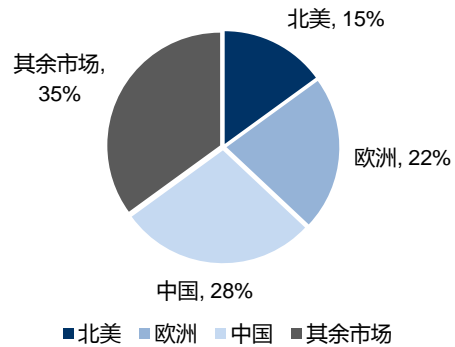
图 23：全球电竞观众人群

图 24：超四分之一全球潜在电竞观众在中国

全球电子竞技观众人群 (亿)



电竞潜在观众构成



资料来源: NewZoo, 申万宏源研究

资料来源: NewZoo, 申万宏源研究

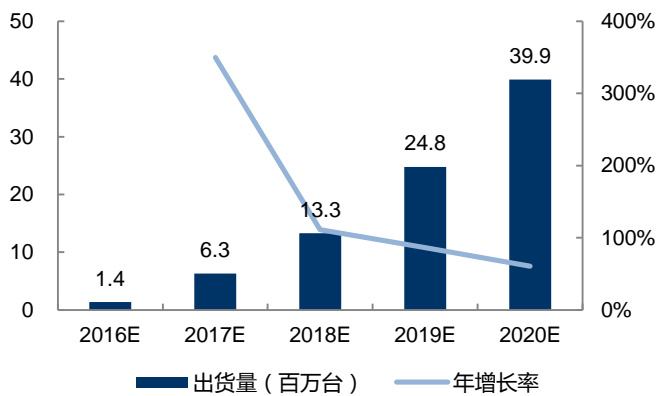
顺网长期布局线下草根电竞赛事,对草根电竞市场有深刻理解。顺网早在 2013 年就开始尝试举办网吧电竞比赛,2016 年推出火马电竞平台,包含网吧 PC 端 App 和移动端 App。和传统的线上电竞对战平台相比,顺网电竞平台的优势在于对线下网吧渠道的覆盖和对线上用户属性和游戏数据的抽取,将线下网吧电竞的社交特性与线上电竞对手广泛、竞争激烈的特点融合。未来公司拟投入 3.5 亿元资金用于电子竞技运营平台的研发和完善。未来“火马电竞”将包含赛事服务、用户服务、直播服务、商户服务四大业务模块。电竞平台主要盈利模式包括:(1) 赛事报名费;(2) 会员增值服务业务 VIP 用户包月费;(3) 赛事直播收入;(4) 厂商赛事冠名及品牌宣传费。自 2016 年 5 月正式上线以来,火马电竞平台已经覆盖 40000 家网吧,注册用户数 3000-4000 万,日活用户数超过百万。

4.2 VR 体验是网吧游戏的新兴增长点

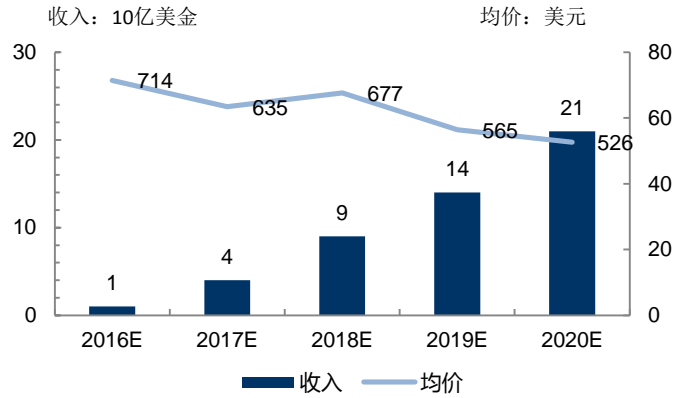
虚拟现实 (VR) 产业未来将成为拥有上亿用户的巨大市场,技术难点逐步得到改善。目前 VR 产业已经形成了以头显设备为核心的产业链,覆盖感应输入设备制作、全景摄像头制作、游戏应用开发、影视和直播内容制作、行业应用等多个细分行业。根据 Gartner 的预测,2016 年和 2020 年全球主机端 VR 产品(不包括 Cardboard 类设备)的出货量分别 140 万台和 4000 万台,分别对应 10 亿美金和 210 亿美金的硬件销售收入。未来 VR 设备画面眩晕、显示效果粗糙、视角狭窄、设备发热等技术问题将得到改善,用户体验提升,到 2020 年 VR 产业将有望成为拥有上亿用户的巨大市场。

图 25:全球市场 VR 设备出货量预测(不包括 Cardboard 类手机 VR 设备)

图 26:全球市场 VR 头显设备营收和均价



资料来源：Gartner，申万宏源研究



资料来源：Gartner，申万宏源研究

VR 线下娱乐体验是国外主流产品进入国内市场的重要形式。目前 Oculus Rift、HTC Vive 等 VR 设备的海外定价在 600-800 美金，对应国内售价将在 5000 元以上，如果算上配套的高性能 PC 主机，整套 VR 设备的售价将超过万元，超出国内绝大多数用户的承受能力。当前国际主流 VR 设备的目标用户主要是海外核心游戏用户，特别是游戏主机用户，大多数产品在没有针对国内家庭的用户进行设计，例如 PSVR 要求设备直接接入索尼 PS4 游戏主机，国内保有量很低，优质的 VR 体验仍需要通过线下渠道实现。

网吧在 VR 线下体验店竞争中占有优势。相比于目前的 VR 体验店，网吧的用户群更加接近国外主机型 VR 设备的目标用户，即深度硬核游戏玩家，大多数 VR 游戏为动作冒险、射击等类别，符合网吧玩家对于竞技对战了游戏的需要。大多数网吧用户拥有较强的消费意愿和能力，对于 VR 概念的认知度也较强，这些因素使网吧用户更容易转化为 VR 的新用户。过去网吧 VR 体验店主要受困于优质游戏内容少，对于硬核玩家吸引力小。随着 VR 游戏市场扩大，这一问题将逐渐得到解决。

与 HTC 战略合作，布局网吧 VR 体验馆。国外主流 VR 头显硬件产品在中国的推广将受到硬件和内容等众多限制，线下体验店是短期内高端 VR 设备重要的营销推广平台。目前 VR 体验店多为大型 VR 座椅设备为体验形式，面临设备成本高昂，游戏内容选择单一，重玩性不强等问题。HTC Vive 是当前全球功能最强大、用户体验最好的头显设备之一。与 HTC 合作的 Steam 是全球重要的游戏分发平台，在 VR 游戏资源的分发上占据优势，未来将不断充实 VR 游戏资源库，为用户提供更加灵活、丰富、低成本的 VR 体验机会，提升用户对 VR 游戏的付费意愿。根据合作协议，顺网将独立搭建 HTC VIVE 产品在网吧场所的营销渠道，并开发 VR 设备计费系统和内容管理平台。目前顺网已经和 50 家网吧展开合作，搭建 VR 网吧体验馆。未来顺网将基于线下网吧 VR 渠道开发相应的管理服务平台，产品包括商家前台入口、运营界面、服务器、后台管理系统等，为商家、玩家、开发者提供不同的服务，通过采取时长收费、内容付费和道具付费等方式实现收益。

4.3 收购汉威信恒+签约网游小镇合作打造线下全产业链娱乐平台

游戏会展蓬勃发展，预计汉威信恒 2016 年收入/净利润增幅为 224%/145%。公司 2016 年收购汉威信恒 51% 股份，汉威信恒多年成功举办以中国国际数码互动娱乐展览会（简称 ChinaJoy）为核心的游戏展会及衍生活动，包括世界移动游戏大会及展览会（简称 WMGC）、中国国际动漫及衍生品授权展览会（简称 CAWAE）、中国游戏商务大会（简称 CGBC）、中国游戏开发者大会（简称 CGDC）以及 Cosplay 大赛等。2016 年汉威信恒拓展将展会业务拓展至智能硬件，将举办智能硬件展 Esmart 上海站和 Esmart 成都站，并积极拓展以 CJOY 为主打品牌的各一线城市泛娱乐嘉年华、二次元衍生品交易等多元化业务。汉威信恒 2015 年度营业收入 4937 万，净利润 2535 万元，预计 2016 年收入 1.6 亿元，净利润 6200 万以上，收入/净利润增幅为 224%/145%。

表 3：汉威信恒旗下展会（除 ChinaJoy 外）

名称	地点	描述
WMGC	上海新国际博览中心	顺应全球移动互联网发展趋势，满足全球移动游戏迅疾发展新要求，立足中国移动游戏发展新的机遇，由移动游戏企业家联盟（MGEA）全新打造的最具国际性、专业性和权威性的移动游戏产业综合功能平台。
CAWAE	上海新国际博览	为中外动画、漫画及相关产业提供交流、展示和版权商务合作的平台，同时也是中外动漫爱好者及 Coser 尽情展现个性同人聚会的秀场
CGBC	上海浦东嘉里中心酒店	由中国数码互动娱乐展览会组委会主办，是一年一度世界最大的数码互动娱乐展览会 ChinaJoy 下属系列活动之一。
CGDC	上海浦东嘉里中心酒店	促进国内外游戏开发领域的技术交流与合作为宗旨，以交流新技术开发经验、分享最新技术成果、探讨未来技术发展趋势为目的，提升中国本土游戏研发管理水平，围绕游戏开发经验交流、技术创新及应用，服务于游戏业产品开发及管理人群。

资料来源：申万宏源研究

公司依托 ChinaJoy 加强与游戏核心用户的联系。与国际四大展会比较，ChinaJoy32 万人参展，参展商超过 900 家，已经可以与 GC 比肩，而最高票价仅有其一半价格。公司以此为依托将线上流量导流到线下，从公共上网行业原有的 B 端经营模式，加速延伸到面向全国 C 端重度娱乐用户的经营模式。

表 4：国际知名游戏展会

名称	展会时间	地点	观展人次（万人）	参展商数	票价	备注
E3	6 月 16 日—18 日	美国洛杉矶	4.89	200 家	3 天通票 6300 元人民币	全球规模最大、知名度最高的互动娱乐展示会，面向游戏产业业内人士开放的一个商贸交流展会，展会主要受众是业内的发行商、分销商、开发商、媒体等

TGS	9月17日—20日	日本东京幕张展览馆	25.18	417家	63元	TGS的内容以各类游戏机及其娱乐软件、电脑游戏以及游戏周边产品为主，混合了2B商展与2C消费展。现场有大量试玩和周边销售活动
G-Star	11月下旬	韩国釜山会展中心	20.22	617家	30元	2005年由韩国官方举办第一届，后渐渐将主导权转让给民间企业自主举办
GC	8月5日—9日	德国科隆国际展览中心	33.5	700家	51-248元	现今欧洲最大、最权威和最专业的游戏展，集中了游戏软件、硬件、娱乐设备和信息软件
ChinaJoy	7月下旬	上海新国际博览中心	32.55	超过900家	70-120元	国内最大游戏展会，游戏、VR/AR、动漫、影视、网络文学等多领域交流和展示平台，受众群包括玩家及消费者、游戏商务人士及开发人员

资料来源：申万宏源研究

轻资产模式运营网游小镇。公司通过与杭州余杭区签订投资框架协议打造彭公网游小镇，业态包括产业会展中心、网游主题园区、网游产业孵化器、电竞比赛中心、电竞产业培训学校、VR研发体验中心、IP影视音乐制作中心、网游周边产品购物街区、网游Cosplay度假街区、高端商务酒店等。余杭区政府预计年客流量将在500万人次，年产值将达百亿元以上。公司将采取轻资产模式开发运营，基础设施建设主要由大股东和合作伙伴完成，预计两年时间完成基础设施建设，打造集展会、电竞、人才学院、游戏产业孵化于一体的网游圣地。

4.4 公司战略远见和执行力是新兴业务落地的保障

回溯公司10年发展史，预判公司网游小镇、VR探索能在业内率先孵化成功。2016年市场普遍对VR业务给予过高期望，认为2016年即产生利润，但这并不符合产业发展规律。早在2016年海口春节策略会VR论坛上，我们就预判VR处于产业发展早期，产业链不成熟，最早需要2018-2019年VR产业才可能成熟。在2017年，市场可能担心网游小镇等新兴业务落地能力。我们回溯了公司过去10年的战略远见和执行力，对比网维软件同业公司，公司在2012-2014年先人一步看到网吧软件市场整合、网吧流量广告变现、网吧游戏变现模式带来的成长空间，并以2亿以内的较低成本收购与公司业务高度协同的优质标的，实现与现有渠道和核心游戏用户资源形成协同效应。公司10年发展史证明，公司总能不断通过同业兼并和产业链延伸强化平台优势，放眼未来3-5年，我们预判公司网游小镇、VR探索能在业内率先孵化成功。

表 5：公司历史上重要收购汇总

时间	收购标的	收购成本 (万元)	收购目的	业绩兑现情况
2012	成都吉胜	8870	网维、计费软件同业兼并	网吧市占率提升，14-15 年合计利润超 3000 万
2013	上海新浩艺	13075	网维、计费软件同业兼并	网吧市占率提升，14-15 年合计利润 5400 万
2013	上海派博	2496	布局网吧广告	2014 年广告收入增速 52.7%
2014	浮云网络	9360	拓展游戏运营业务	浮云网络 14-15 年并表净利润 1.52 亿，远超业绩承诺
2016	国瑞信安	37100	强化信息安全	预计 2016 年收入 1.65 亿，实现业绩承诺
2016	汉威信恒	57541	布局游戏会展、产业链延伸	预计 2016 年收入 1.6 亿，实现业绩承诺

资料来源：申万宏源研究

5. 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

公司主营业务主要包括游戏运营、广告营销与流量增值、游戏会展、安全系统等部分。

(1) 游戏运营：公司以网维软件为流量入口切入游戏运营的业务模式获得成功，预计随着公司不断加强 IP 储备及独代产品开发，优化娱乐平台运营，未来游戏运营收入增速将继续超过行业平均水平，预测 2016-2018 年公司页游平台开服数增速 25.6%/30.0%/30.0%，收入增速 71.5%/69.7%/61.2%，对应页游平台收入为 2.84 亿、4.82 亿、7.77 亿元。休闲游戏平台付费用户数以 111%、33%、40% 的速度增长，对应休闲游戏平台收入为 6.85 亿、9.20 亿、12.98 亿元。参照公司过往经营状况及同业可比水平，游戏业务毛利维持在 75%。

(2) 广告营销：公司广告业务持续受益网吧平台垄断优势，未来拓展渠道及品类，同时强化精准营销服务。预计广告业务收入以 25% 的速度稳步增长，2016-18 年贡献收入 4.46 亿、5.57 亿、6.97 亿元；流量增值业务收入以 3% 速度增长，2016-18 年贡献收入 0.95 亿、0.98 亿、1.01 亿元。

(3) 其他业务：2016 年并表的汉威信恒和国信瑞安将扩展公司在游戏会展和安全系统集成收入。预计汉威信恒和国信瑞安顺利完成业绩承诺，汉威信恒 2016-18 年贡献收入 1.60 亿、2.08 亿、2.62 亿元，17-18 年收入增速 30%/26%，毛利率维持在 90%。国信瑞安 2016-18 年贡献收入 1.65 亿、2.06 亿、2.27 亿元，17-18 年收入增速 25%/10%，毛利率由 54% 逐步提升至 58%（硬件集成业务比重下降）。

表 6：主营业务收入预测

	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1022	1891	2532	3426
YOY		85.0%	33.9%	35.3%
游戏总收入	508	969	1403	2075
YOY		91.0%	44.7%	47.9%
广告收入	357	446	557	697
YOY		25.0%	25.0%	25.0%

增值服务	92	95	98	101
YOY		3.0%	3.0%	3.0%
游戏会展-汉威信恒		160	208	262
YOY			30.0%	26.0%
安全系统集成	15	165	206	227
YOY		1000.0%	25.0%	10.0%
其他业务	51	56	60	64
YOY		10.0%	8.0%	7.0%

资料来源：申万宏源研究

在不考虑公司未来 VR、电竞及外延业务拓展盈利空间的前提下，预测公司 2016-2018 年实现归母净利润 5.21 亿、6.82 亿、9.10 亿元，对应 EPS 为 0.76/0.99/1.33 元，同比增长 82%/31%/34%，对应当前股价 PE 分别为 36/27/20。

5.2 两种方法给予目标市值 272 亿元

我们选用两种方法对公司进行估值，计算算术平均值得出公司目标市值 272 亿元。DCF 估值得出公司内在价值 271 亿元；PE 法给予公司 2017 年 40 倍 PE，目标市值 273 亿元。

DCF 估值得出公司内在价值 39.53 元，对应市值 271 亿元。我们利用申万模型自动生成的无风险利率 3.42%，股票市场溢价取 5.0%，Beta 取 1.10，得出公司 WACC 为 7.69%。我们预计公司 15-18 年三年营业收入 CAGR 高达 49.7%，网游小镇等新兴业务 2018-2019 年之后逐步落地。保守预测公司半显性阶段收入增长率 25%，永续阶段收入增长率 3%，FCFF 模型得出公司每股内在价值 39.53 元，对应市值 271 亿元。

估值阶段	年数	收入增长率	ROIC	EBIT Margin	WACC
显性阶段	3	—		—	7.69%
半显性阶段	3	25%	趋于稳态	趋于稳态	溢价项
递减过渡阶段	6	递减	趋于稳态	趋于稳态	12.00%
永续	After 12 年	3%	19.69%	20.0%	

百万元, 元, 百万股	价值	比例
显性半显性价值	7,058	28%
终值	16,807	68%
核心企业价值	23,866	96%
加: 非核心长期投资	229	1%
货币资金	745	3%

交易性金融工具净值		0	0%
企业总价值		24,839	100%
减：付息债务		28	0%
少数股东权益价值		283	1%
少数股东权益		35	
少数股权 PB		8.00	
股权价值		24,528	99%
总股本		686	
每股价值	2015 年末	35.78	
最新每股价值	2017/2/16	39.53	

采用 PE 法估计公司市值 273 亿元。公司是 A 股上市公司中稀缺的具有线下渠道的互联网平台型公司，目前 A 股上市公司中仅有盛天网络的业务模式与顺网科技相近。在盛天网络之外，我们选取了主营业务以页游和休闲游戏为主的游戏企业三七互娱（页游平台+手游研运）、昆仑万维（手游发行+综合互联网平台）、恺英网络（手游、页游运营+VR 硬件投资），以及互联网平台类公司暴风科技（互联网软硬件平台），上述 5 家可比公司 2017 年平均 PE41 倍。对比可见平台属性强的昆仑万维、盛天网络、暴风集团估值水平高于平台属性较弱的三七互娱和恺英网络。由于公司 2016 年前三季报 ROE 为 20% 以上，明显优于同业平均值 14.2%，我们认为公司参考 PE 应和平台型互联网公司相当，略高于非平台类游戏厂商，因此给予公司 2017 年 40 倍 PE，目标估值 273 亿元。

表 9：休闲游戏及平台型公司估值表

证券代码	股票简称	总市值（亿元）		收盘价			EPS			PE	
		2017/2/16	2017/2/16	2017/2/16	2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E	
002555.SZ	三七互娱	379	2,085	18.18	0.51	0.64	0.76	36	28	24	
300418.SZ	昆仑万维	233	1,127	20.67	0.55	0.54	0.61	37	38	34	
002517.SZ	恺英网络	228	718	31.77	0.94	1.29	1.65	34	25	19	
300494.SZ	盛天网络	66	240	27.52	0.48	0.64	0.78	57	43	35	
300431.SZ	暴风集团	114	277	41.14	0.39	0.60	0.75	104	69	55	
	平均值							54	41	33	
300113.SZ	顺网科技	186	686	27.15	0.76	0.99	1.33	36	27	20	

资料来源：Wind（除顺网科技外盈利预测采用 Wind 一致预测），申万宏源研究

财务摘要

合并损益表

百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	649	1,022	1,891	2,532	3,426
营业总成本	514	708	1,250	1,703	2,290
营业成本	143	218	414	551	745
营业税金及附加	14	16	30	40	54
销售费用	144	204	341	499	685
管理费用	206	265	473	620	822
财务费用	-11	-7	-9	-8	-19
资产减值损失	18	11	1	1	2
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	7	12	12	12	12
营业利润	143	327	654	842	1,148
营业外收支	17	3	10	10	8
利润总额	160	330	663	852	1,156
所得税	-0	20	65	71	114
净利润	160	311	598	781	1,042
少数股东损益	4	25	77	99	132
归属于母公司所有者的净利润	157	286	521	682	910

资料来源:申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	160	311	598	781	1,042
加: 折旧摊销减值	43	32	15	18	19
财务费用	-0	0	-9	-8	-19
非经营损失	-23	-16	-12	-12	-12
营运资本变动	90	110	226	91	132
其它	0	0	0	0	0
经营活动现金流	272	441	818	869	1,162
资本开支	14	26	929	0	0
其它投资现金流	-425	74	12	12	12
投资活动现金流	-633	-0	-916	12	12
吸收投资	0	46	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0	0
支付股利、利息	50	31	-23	6	-19
其它融资现金流	0	0	0	0	0
融资活动现金流	-50	15	23	-6	19
净现金流	-412	456	-75	875	1,193

资料来源:申万宏源研究

合并资产负债表

百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	647	952	890	1,840	3,137
现金及等价物	289	745	670	1,545	2,738
应收款项	145	195	201	271	369
存货净额	7	7	14	19	25
其他流动资产	206	5	5	5	5
长期投资	329	553	553	553	553
固定资产	43	54	78	61	44
无形资产及其他资产	308	350	1,240	1,240	1,240
资产总计	1,328	1,909	2,760	3,694	4,974
流动负债	284	390	644	796	1,034
短期借款	0	0	0	0	0
应付款项	149	277	530	683	920
其它流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	8	28	28	28	28
负债合计	292	418	672	824	1,062
股本	290	292	292	292	292
资本公积	378	448	546	546	546
盈余公积	41	55	79	111	154
未分配利润	319	562	1,059	1,709	2,576
少数股东权益	7	35	113	212	344
股东权益	1,036	1,491	2,089	2,870	3,912
负债和股东权益合计	1,328	1,909	2,760	3,694	4,974

资料来源:申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。